



VU Research Portal

De vloek van de winnaar schokt de financiële wereld

den Butter, F.A.G.; Compaijen, B.

published in

Fiducie

2007

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

den Butter, F. A. G., & Compaijen, B. (2007). De vloek van de winnaar schokt de financiële wereld. *Fiducie*, 15(1), 20-29.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

"Een kleine verstoring aan het begin van de berekening bleek tot grote verstoringen verderop in het model te leiden. Het was alsof de vlucht van een vlinder ergens in het Braziliaanse oerwoud na een aantal dagen een flinke stormdepressie op de Noordzee tot gevolg had."

**Tekst: Frank A.G. den Butter en
Bernard Compajien ¹**

Dit artikel bespreekt vanuit een algemeen economisch perspectief de risicospreiding op de financiële markten. De puzzel is dat te verwachten valt dat risicospreiding als schokdemper werkt terwijl bij de crisis met de "subprime" hypotheeken van augustus 2007 de ver doorgevoerde spreiding van risico's juist tot een schokversterking heeft geleid. Het antwoord is dat de partiële, op individuele afwegingen tussen risico en rendement gerichte analyses, geen rekening houden met de "fallacy of composition" die op macro-niveau bestaat. Vanuit dit gezichtspunt is het vooral de vloek van de winnaar die tot schokversterking aanleiding heeft gegeven. Deze vloek houdt in dat die beleggers die de risico's van de beleggingen het laagst hebben gewaardeerd, er de hoogste prijs voor hebben betaald. Op macro-niveau ontstond daardoor een onhoudbare situatie omdat de beleggingen in hun totaliteit het gewenste rendement niet konden opbrengen.

¹ Beide auteurs zijn Hoogleraar Algemene Economie Vrije Universiteit Amsterdam.

Inleiding

De crisis die de financiële wereld rond augustus 2007 trof, doet denken aan het verhaal van de vlinder van Lorenz. Edward Lorenz is een in de meteorologie terecht gekomen wiskundige die in door hem opgestelde computermodellen voor de atmosferische circulatie vreemde uitkomsten kreeg. Een kleine verstoring aan het begin van de berekening bleek tot grotere verstoringen verderop in het model te leiden. Het was alsof de vlucht van een vlinder ergens in het Braziliaanse oerwoud na een aantal dagen een flinke stormdepressie op de Noordzee tot gevolg had. Een dergelijke lijn lijkt zich rond augustus 2007 in de financiële wereld voor te doen. Een aantal hypotheekbureaus in de VS die risicovolle hypotheekleningen – zogenaamde "subprime mortgages" – hadden verstrekt, raakten in de problemen omdat hun schuldenaren de lasten van hun hypotheeken niet meer konden opbrengen. Deze naar verhouding betrekkelijk kleine schok, zij het iets groter dan de vleugelslag van een vlinder, verspreidde zich als een olievlek over de financiële wereld en werd steeds omvangrijker.

De kuren van het computermodel van Lorenz leidden tot de ontwikkeling van de chaos-theorie waar zogeheten vreemde aantrekkers als boosdoeners voor het ontstaan van chaos werden aangemerkt. Nu is chaos een toestand die korte wat kost op de financiële markten vermeden dient te worden. Daarom is het van belang op zoek te

gaan naar de boosdoeners die voor schokversterking op de financiële markten zorgen. De chaostheorie is voorslaand niet echt bruikbaar om de doorwerking van schokken in de economie te begrijpen (zie De Wolff, 1990). Vandaar dat wij in dit artikel pogen vanuit onze eigen discipline, de algemene economie, de oorzaken te achterhalen van de schokversterking, die het probleem met de hypotheeken in de VS teweeg bracht. Dit algemeen economisch perspectief biedt een meer omvattend beeld dan wanneer uitsluitend vanuit de financiële beschouwingswijze naar de crisis wordt gekeken. Bovendien wordt hierbij consequent vanuit het beginsel van de economische rationaliteit geredeneerd.

Inhoud

In eerste instantie lijkt de manier waarop de hypotheekschok zich voortplantte, even raadselachtig als bij de vlinder van Lorenz. Immers, de risico's van de hypotheekverlening zijn via allerlei constructies en innovaties wereldwijd over financiële instellingen gespreid. Men zou denken dat deze risicospreiding veel eerder als schokdemper dan als schokversterker zou fungeren. Daarom stelt dit artikel zich eerst de vraag welke fundamentele redenen er voor deze contraire en contra-intuïtieve reactie kunnen zijn. Hierbij komen de onvolledigheid van informatie en de zogeheten "fallacy of composition" in aanmerking. De fallacy of composition geeft aan dat de som van het op micro-niveau beschreven gedrag niet automa-



Daarbij draagt de hulp die de centrale banken hebben geboden om de financiële wereld uit de problemen te helpen – en waardoor de crisis zich voortsloeg als zeer mild heeft gemanifesteerd – een kiem voor nieuwe problemen in de toekomst in zich. Tot slot worden de bevindingen van dit artikel samengevat.

Risicospreiding als schokdemper

De kern van het probleem is de manier waarop de spreiding van risico's in de financiële wereld plaatsvindt. Daarom dient eerst aangeduid te worden wat onder risico wordt verstaan. Een risico heeft twee dimensies, namelijk (i) de kans dat een gebeurtenis met (negatieve) financiële gevolgen zich voordoet en (ii) de omvang van het (negatieve) gevolg; de schade. Het bestaan van risico's betekent dat er sprake is van onzekerheid. Essentieel is dat het risico goed wordt ingeschat. Ten onrechte wordt ter verklaring van de crisis wel gesteld dat met de deconfinure van de Amerikaanse hypotheekbanken het risico zou zijn toegenomen. Dat is onzin, zoals de bewering onzin is dat bij het gooien met een zuivere dobbelsteen de kans op een 3 groter wordt wanneer men een keer een 3 heeft

gegooid. Verzekeringsmaatschappijen hebben veel ervaring in het juist inschatten van risico's. Zij zullen de verzekeringspremie ook alleen dan verhogen wanneer er een trendmatige stijging van de schadebedragen (ten opzichte van het verzekerde bedrag) aantoonbaar is. Hier geldt zelfs de verzekeringsparadox (zie Huijbooms, 2007). Het feit dat zich af en toe schade voordoet, is nodig voor het bestaansrecht van de verzekering. Wanneer er geen schade meer zou zijn, zou niemand zich willen verzekeren. Iets dergelijks geldt in de financiële wereld. Wanneer risicovolle beleggingen en durfkapitaal niet af en toe met een oninbare schuld worden geconfronteerd, zou er ook geen reden zijn voor een hoog te verlangen rendement op dergelijke beleggingen. De risicopremie kent twee componenten: (i) een extra rendement (hoger rente) om de uitval vanwege deconfinure te kunnen bekostigen, en (ii) een extra rendement vanwege de onzekerheid die inherent is aan het kansproces van de risico's. De tweede component staat centraal in de afweging tussen risico en rendement, en hier levert risicospreiding een voordeel op omdat dit de volatiliteit in de rendementen vermindert.

Verzekeringsmaatschappijen spreiden via een onderlinge uitwisseling al sinds jaar en dag hun risico's, en weten dat steeds beter en op grotere schaal te doen (zie Lucas, 2002). Dit systeem werkt (kenmerkend) ook uitstekend als schokdemper. Grote namen met veel schade zijn voortsloeg goed door het systeem opgevangen en hebben niet geleid tot een wereldwijde crisis van verzekeringsmaatschappijen. Waarom gaat het dan niet goed bij de risicospreiding van de risicovolle leningen zoals de "subprime mortgages"? Ten dele heeft dit te maken met de andere doelstelling van de risicospreiding in de financiële wereld. Het eigendom van de risico's wordt hier doorgewezen om een zo hoog mogelijk rendement te behalen met, vanuit het perspectief van de individuele beleggingsinstelling, zo min mogelijk risico. Daarbij worden de vorderingen met risico's in pakketjes samengevoegd, zodat deze verhandelbaar zijn en buiten de balans van de financiële instelling vallen die de risicovolle leningen heeft uitgegeven. Dit maakt de vorderingen liquide. Vooral hedge funds en investeringsbanken hebben deze pakketjes in portefeuille genomen en op hun beurt weer doorverkocht. Het gevolg is een zeer gecompliceerd systeem waar moeilijk overzicht over te verkrijgen valt.

De economische theorie draagt twee fundamentele redenen aan waarom het in zo'n systeem mis kan gaan, en waarom het systeem niet als schokdemper maar als schokversterker gaat fungeren. In de eerste plaats is dat de rol van de asymmetrische informatie. De kopers van de pakketjes die risicovolle beleggingen bevatten, hebben minder informatie over de inhoud van de pakketjes dan de verkopers. Hier geldt het theorema van de beperkte rationaliteit ("bounded rationality") waarbij het voordeel van extra informatie voor de kopers niet opweegt tegen de kosten van die extra informatie. In dit geval gaat het echter om zulke grote bedragen, en om handelaars die zeer goed van alle ins en outs van de individuele transacties op de hoogte zijn, dat deze reden hier minder relevant lijkt. Vandaar dat de eigenlijke reden eerder gezocht moet worden bij de "fallacy of composition", namelijk dat het systeem anders functioneert dan dat een analyse van de som van de onderdelen leert. Anders gezegd: een analyse die alleen betrekking heeft op het individuele niveau van banken, of op de merites van de verschillende derivaten om risico's in te pakken, is onvoldoende.

De "fallacy of composition"

De "fallacy of composition" in dit geval van risicospreiding houdt in dat wanneer alle individuele beleggers en financiële instellingen hun risico's in pakketjes samenvoegen met weinig risicovolle beleggingen en zo doorverloopen, op macro niveau het totale risico niet afneemt. Weliswaar zorgt de risicospreiding voor een lagere benodigde risicopremie vanwege een lagere te verwachten volatiliteit, de benodigde buffer om de schade van deconfinure op te vangen, blijft voor de totaliteit hetzelfde. Aangezien het financiële systeem wereldwijd een gesloten systeem is, komen de risico's die de banken en speculatieve beleggers in pakketjes hebben doorverkocht, uiteindelijk weer in vormgeving op hun bonde (en binnen hun balans) terug. Vanuit deze macro blik op het financiële systeem bezien we 4 mogelijke boosdoeners die de scholbestendigheid van het systeem hebben aangetaast ►



Boosdoener 1: de rentestijging

De eerste boosdoener die in de analyse ruim aandacht heeft gekregen is de rentestijging die in reactie op de toenemende hoogconjunctuur heeft plaatsgevonden en deels door de centrale banken is uitgelokt. Inderdaad ligt hier de bron van de crisis. Immers, de Amerikaanse hypotheekbanken verlenen niet alleen leningen met een woning als onderpand aan huiseigenaren die volledig kredietwaardig zijn – een goede credit rating hebben – maar ook aan minder kredietwaardige personen. Dit zijn lieden die anderszins geen lening zouden hebben gekregen. De lening wordt enigszins eufemistisch als "subprime", d.w.z. niet helemaal "eerste klas" aangeduid. Soms gaat het zelfs om zogenoemde "ninjas", dat zijn leningen aan personen met "no income, no job en no assets". Vanwege het grote risico worden deze tweede kans leningen verstrekt tegen hogere rentepercentages dan de gewone hypotheeken. Maar de hypotheekverschaffers maken het wel verleidelijk: in de eerste jaren is de rente laag en langzamerhand loopt deze op. In de aan de crisis voorafgaande periode met stijgende huizenprijzen was dat niet zo'n probleem, want dan werd bij betalingsmoeilijkheden de gestegen waarde van de woning als onderpand benut. De rentestijging en mede daardoor de inzinking van de

Amerikaanse woningmarkt bracht hierin verandering. Flink wat huiseigenaren konden de rente niet langer opbrengen en moesten hun woningen verkopen waarbij ze met een schuld achterbleven. Bij faillissement leidde de hypotheekbank het verlies. Maar dat is nu juist het risico waar de hypotheekbanken in de vaststelling van de rente op de subprimes mee dienen te rekenen. Immers, deze banken moeten toch zo rationeel zijn dat ze ook in hun kredietverlening uitgaan van scenario's met een hoger algemeen renteniveau en lagere huizenprijzen. Kortom, een echte verklaring waarom de schok in het financiële systeem versterkt werd, biedt de rentestijging niet.

Het renteverloop en de handelswijze van de hypotheekbanken heeft overigens een tweetal discussie punten opgeroepen. In de eerste plaats de vraag of het niet in moreel van de hypotheekbanken is om tegen dergelijke voorwaarden leningen uit te geven aan personen die wellicht de schuldenlast niet kunnen verdragen. De meningen daarover zijn verdeeld. Als tegenargument dat het hier om immoreel handelen gaat, wordt aangevoerd dat de subprime hypotheeken aan flink wat Amerikaanse gezinnen de verwezenlijking van de droom van een eigen woning heeft geboden, en dat juist daardoor deze gezinnen in betere doen

zijn gemaakt. Opmerkelijk is dat de subprimes vooral zijn verleend door zogeheten Government Sponsored Enterprises (GSE's) waarbij het aandeel in de totale hypotheekverstreking van twee ervan, "Fannie Mae" en "Freddie Mac", toenam van 4,7% in 1990 tot 12,9% in 2006. Hoewel de Amerikaanse overheid geen formele rol heeft in het overtoed houden van deze banken in geval van betalingsproblemen, werd zo'n hulp door de markt toch wel als een morele plicht gezien. Vandaar dat de risico's van deze banken gretig afreken vonden.

Een tweede discussie punt betreft het rentebeduid van de Fed. Zo speken de Italiaanse economen Tito Boeri en Luigi Guiso op hun blog er schande van dat de Fed (in casu Greenspan) inderijde de keynesiaanse verlokking niet heeft weerstaan om de rente te verlagen zodat de economie uit het conjunctuere dal kon klimmen. Dat heeft de makkelijke hypotheekverlening en de boom op de woningmarkt opgeleverd. Als tegenargument kan hier weer worden ingebracht dat hypotheekbanken over de lange termijn gesucht worden rationeel te handelen, en dat de Fed bij het macrobeleid geen rekening met kortzichtig gedrag in een deelsector hoeft te houden. Wanneer dat ten minste niet tot een schokversterking leidt.

Boosdoener 2: de securisatie

Een tweede veel besproken oorzaak van het breuk aan schokbestendigheid is de manier waarop de banken hun risico's in pakketjes buiten de balans om liquide hebben proberen te maken. Dit betreft het financieringsproces van de securisatie waarbij een financiële instelling of bedrijf activa buiten de balans overheeft en zodanig verpakt dat deze activa verhandelbaar zijn en buiten een eventuele faillissementsregeling van de instelling of het bedrijf vallen. Het doorgeven, dan wel afschuiven bij securisatie van risico's, terwijl geprofiteerd wordt van een relatief hoog rendement, heeft een beetje het karakter van een kettingbrief. In de economische analyse heet dat een Ponzi game, waarbij een hoog te leveren rendement ten dele wordt betaald door het aantrekken van nieuwe middelen waarvoor ook een hoog rendement wordt toegezegd. Sommige gedragingen van de hedge funds doen hieraan denken, terwijl ook de manier waarop de hypotheekbanken van de stijgende huizenprijzen hebben geprofiteerd, en daarmee voor een verdere stijging hebben gezorgd, als een soort milde variant van een Ponzi game kan worden gekenschetst. Maar meer nog heeft de securisatie het karakter van (de oude vorm van) het pokerspels waarbij in een gesloten kring van spelers de beker met stenen wordt

doorgegeven. Iedere speler bepaalt door het buitenton de beker leggen van bepaalde stenen welke informatie hij of zij prijsgeeft. Daarbij kan het in dit herhaalde spel rationeel zijn om niet alle informatie prijs te geven. Uiteindelijk zal toch een van de spelers zijn of haar verlies moeten nemen. Anders dan bij deze vorm van pokeren lopen bij de fallacy of composition die de securisatie in zich bergt, alle spelers kans een verlies te moeten nemen wanneer het spel beëindigd wordt.

Boosdoener 3: "moral hazard"

Veel aandacht is er in de analyses van de financiële crisis voor de rol van "moral hazard". Hoewel in dit geval moral hazard een verklaring kan vormen voor de fallacy of composition en de daarmee samenhangende schokversterking in het financiële systeem, hoeft de moral hazard niet een degelijk gevolg te hebben. Immers, de klassieke situatie van moral hazard doet zich voor bij verzekeringen, waarbij de verzekerde minder voorzichtig is dan wanneer hij of zij niet verzekerd zou zijn en dus een grotere kans op schade heeft. Verzekeringsmaatschappijen hebben echter allerlei regelingen en voorwaarden ontwikkeld om moral hazard zoveel mogelijk te voorkomen. Moral hazard is dan ook niet van betekenis bij de schokkenpende werking die uitgaat van de spreiding van verzekeringsrisico's. In het

geval van het financiële systeem is echter sprake van een gestaffeld seidel van moral hazard. De verwachting is dat de centrale banken – in de VS de Fed – zullen ingrijpen door getroffen banken en financiële instellingen op de been te houden wanneer de crisis te omvangrijk wordt. Voor de centrale banken vormt dit een dilemma waardoor zij niet de rest van de financiële wereld in een soort "game of chicken" terecht komen. Wanneer de centrale banken toegeven – en in de afgelopen periode hebben ze dat gedaan – wordt bij de financiële instellingen de verwachting bevestigd dat zij in geval van deconfiture door een bail-out zullen worden gered. De centrale banken beseffen dit maar moeten de korte termijn winst van het beteugelen van de crisis afwegen tegen het lange termijn verlies van de bail out. Dat verlies houdt in dat de financiële instellingen voor slecht gedrag worden beloond en in de toekomst ook risicovoller zullen optreden. De bail out verhoogt dus de moral hazard bij de financiële instellingen. Op hun beurt zullen de financiële instellingen weer minder geneigd zijn om de moral hazard bij hun klanten te bestrijden en dus minder strenge eisen stellen bij het afsluiten van risicovolle leningen. In die zin zit er in de verminderde aandacht voor moral hazard die de bail out oproept, een zich zelf versterkend element. ▶



"Er bestaat een flinke kans dat deze 'winnaar' de kosten te laag heeft ingeschat en dat deze uiteindelijk verlies zal lijden - of, wat nog erger is, de opdracht niet zal kunnen uitvoeren. Dit heet de vloek van de winnaar ('the winners curse')."

Boosdoener 4 : de vloek van de winnaar

De voor ons belangrijkste reden voor de omslag van schokdemping naar schokversterking bij de spreiding van kredietrisico's betreft de heterogeniteit van kredietbeoordeling. Opvallenderwijs heeft dit aspect in alle analyses van de crisis, voor zover wij kunnen nagaan, nog niet veel aandacht gekregen. Kredietrisico's worden niet door alle kredietverleners op dezelfde wijze beoordeeld, te meer daar het hier om inschatting van onzekerheden gaat. Hier bestaat de analogie met een eenvoudige aanbesteding, waarbij de opdracht

wordt gegund aan degene die de laagste prijs heeft opgegeven. Er bestaat een flinke kans dat deze "winnaar" de kosten te laag heeft ingeschat en dat deze uiteindelijk verlies zal lijden - of, wat nog erger is, de opdracht niet zal kunnen uitvoeren. Dit heet de vloek van de winnaar ("the winners curse"). Nobelprijs winnaar Vickrey heeft zelfs een systeem bedacht - de Vickrey veiling - om deze vloek te vermijden, namelijk door de opdracht te gunnen aan degene met de laagste prijs tegen de prijs die de op een na laagste aanbesteder heeft opgegeven. In het geval van de doorverkoop van de risico's is de financier die het risico het laagst inschat en daardoor het laagste rendement verciest, bereid de hoogste prijs

te betalen. Vanuit micro-economisch gezichtspunt is dit niet strijdig met rationeel gedrag. Op macro-niveau betekent het echter dat degene die het risico laag inschatten, eigenaar van het risico worden en dat dus de risico's systematisch worden onderschat. Deze kruik gaat zolang te water tot hij barst. Het is evident dat bij de moderne vormen van securisatie, waarbij risico's in steeds andere samenstellingen en verhoudingen worden doorverkocht en doorverkocht, deze vloek van de winnaar in een schokversterkende werking resulteert.

Daarbij komt nog de rol van de beoordeelaars van kredietrisico's zoals Moody's en Standard & Poor's. De kredietverleners gaan bij hun aankoop van beleggingen af op het oordeel - de "rating" - die deze beoordeelaars geven. Deze ratings, waarbij de hoogste een AAA-rating is, hebben het karakter van een standaard en verlagen daarmee in beginsel de transactiekosten bij dergelijke financiële transacties (zie voor deze rol van standards Den Butter e.s., 2007). De klacht van beleggers die tijdens de crisis tegen een te hoge prijs besmette pakketten met obligaties en andere schuldbewijzen hebben gekocht, is dat de kredietbeoordeelaars het risico te laag hebben ingeschat. De vraag is echter waar hier de rationaliteit van een dergelijke

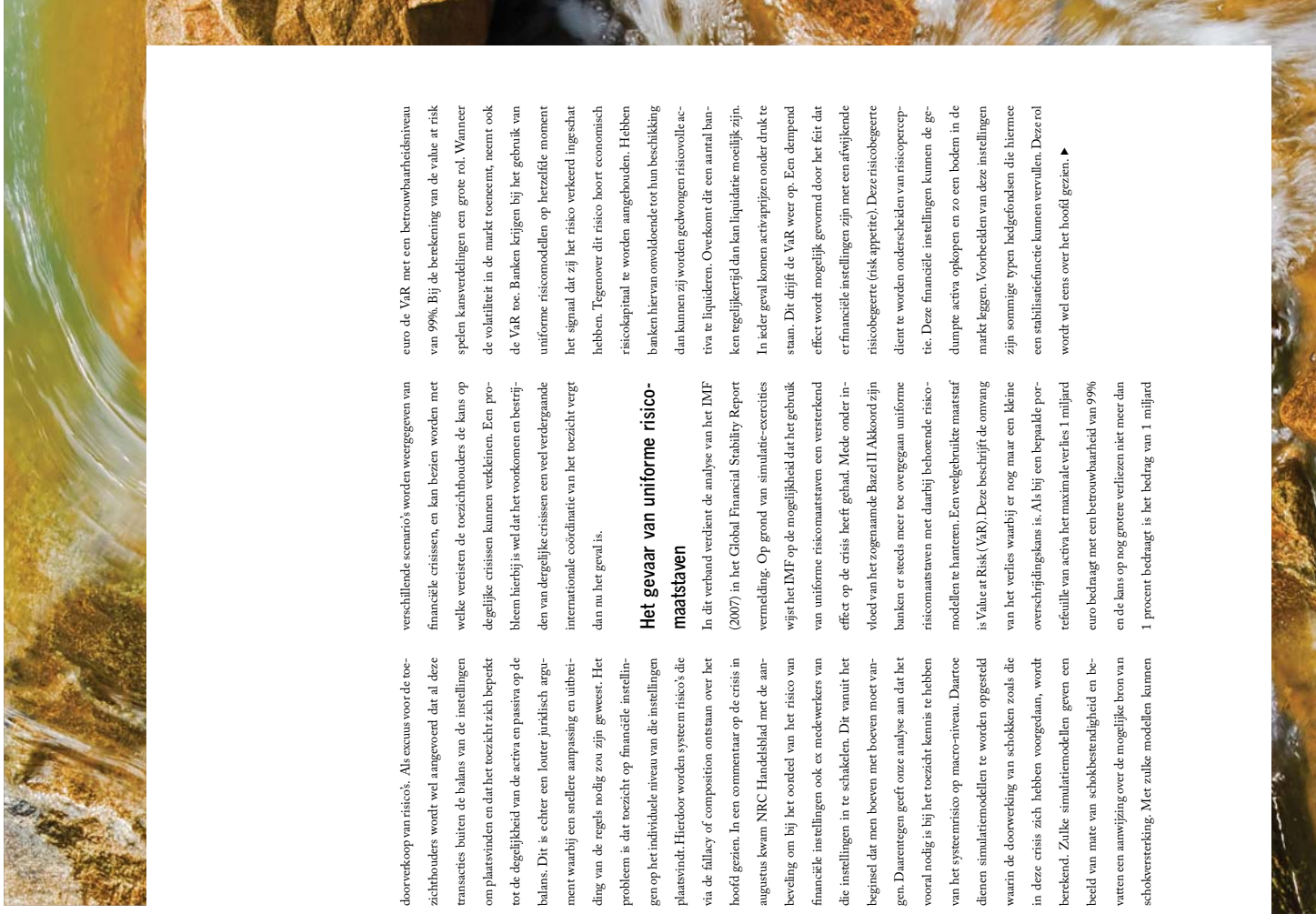
doorverkoop van risico's. Als excuus voor de toezichhouders wordt wel aangevoerd dat al deze transacties buiten de balans van de instellingen om plaatsvinden en dat het toezicht zich beperkt tot de degelijkheid van de activa en passiva op de balans. Dit is echter een louter juridisch argument waarbij een snellere aanpassing en uitbreiding van de regels nodig zou zijn geweest. Het probleem is dat toezicht op financiële instellingen op het individuele niveau van die instellingen plaatsvindt. Hierdoor worden systeemrisico's die via de fallacy of composition ontstaan over het hoofd gezien. In een commentaar op de crisis in augustus kwam NRC Handelsblad met de aanbeveling om bij het oordeel van het risico van financiële instellingen ook ex medewerkers van die instellingen in te schakelen. Dit vanuit het beginsel dat men boven met boeven moet vangen. Daarentegen geeft onze analyse aan dat het vooral nodig is bij het toezicht kennis te hebben van het systeemrisico op macro-niveau. Daartoe dienen simulatiemodellen te worden opgesteld waarin de doorwerking van schokken zoals die in deze crisis zich hebben voorgedaan, wordt berekend. Zulke simulatiemodellen geven een beeld van mate van schokbestendigheid en bevatten een aanwijzing over de mogelijke bron van schokversterking. Met zulke modellen kunnen

verschillende scenario's worden weergegeven van financiële crises, en kan bezien worden met welke vereisten de toezichhouders de kans op dergelijke crises kunnen verkleinen. Een probleem hierbij is wel dat het voorkomen en bestrijden van dergelijke crises een veel verdergaande internationale coördinatie van het toezicht vergt dan nu het geval is.

Het gevaar van uniforme risicomatstaven

In dit verband verdient de analyse van het IMF (2007) in het Global Financial Stability Report vermelding. Op grond van simulatie-exercities wijst het IMF op de mogelijkheid dat het gebruik van uniforme risicomatstaven een versterkend effect op de crisis heeft gehad. Mede onder invloed van het zogenaamde Basel II Akkoord zijn banken er steeds meer toe overgegaan uniforme risicomatstaven met daarbij behorende risicomodellen te hanteren. Een veelgebruikte maatstaf is Value at Risk (VaR). Deze beschrijft de omvang van het verlies waarbij er nog maar een kleine overschrijdingskans is. Als bij een bepaalde portefeuille van activa het maximale verlies 1 miljard euro bedraagt met een betrouwbaarheid van 99% en de kans op nog grotere verliezen niet meer dan 1 procent bedraagt is het bedrag van 1 miljard

euro de VaR met een betrouwbaarheidsniveau van 99%. Bij de berekening van de value at risk spelen kansverdelingen een grote rol. Wanneer de volatiliteit in de markt toeneemt, neemt ook de VaR toe. Banken krijgen bij het gebruik van uniforme risicomodellen op hetzelfde moment het signaal dat zij het risico verkeerd ingeschat hebben. Tegenover dit risico hoort economisch risicokapitaal te worden aangehouden. Hebben banken hiervan onvoldoende tot hun beschikking dan kunnen zij worden gedwongen risicovolle activa te liquideren. Overkomt dit een aantal banken tegelijkertijd dan kan liquidatie moeilijk zijn. In ieder geval komen actieprijzen onder druk te staan. Dit drijft de VaR weer op. Een dempend effect wordt mogelijk gevormd door het feit dat er financiële instellingen zijn met een afwijkende risicobegerte (risk appetite). Deze risicobegerte dient te worden onderscheiden van risicopereceptie. Deze financiële instellingen kunnen de dumpie activa opkopen en zo een bodem in de markt leggen. Voorbeelden van deze instellingen zijn sommige typen hedgefondsen die hiermee een stabilisatiefunctie kunnen vervullen. Deze rol wordt wel eens over het hoofd gezien. ►





Een kwestie van vertrouwen

De specifieke functie van vertrouwensmechanismen in de financiële wereld vormt evenzeer een belangrijke reden waarom schokken verserkt kunnen worden. Banken zijn gebonden aan het vertrouwen van hun financiers omdat deze instellingen korte middelen aantrekken en deze lang uitzetten. Een vertrouwenscrisis heeft tot gevolg dat de korte middelen van de banken worden teruggetrokken, terwijl zij geen mogelijkheid hebben om de lange vorderingen te innen. McAfee (2004) merkt op dat een dergelijke vertrouwensbreuk tot gevolg had dat Enron na het bekend worden van het boekhoudschandaal volledig te gronde ging terwijl andere bedrijven met een even twijfelachtige boekhouding wisten te overleven. Enron's opererende bij wijze van bank, en niet als een echte energieleverancier, door een markt van langlopende energiecontracten te creëren en daar zelf als marktmester op te treden. Op soortgelijke wijze zijn de beleggers, zoals investeringsbanken en hedge funds, getroffen door een vertrouwensbreuk toen het vermoeden bestond

dat zij met risicovolle leningen besmette pakketjes activa in portefeuilles hielden. De financiers van deze beleggers wilden geen nieuwe middelen verschaffen zodat de beleggers gedwongen waren hun bezittingen met een flink verlies te verkopen (indien dat al mogelijk was). Zo kon een verdere verlooping van de crisis alleen maar worden voorkomen doordat de centrale banken deze korte financiering overnamen en tegelijkertijd de rente laag hielden, dan wel verlaagden. Daarmee werden de centrale banken wel verliezers in het eerder genoemde "game of chicken".

Besluit

De fundamentele afwijking in de financiële wereld is die tussen risico en rendement. Individuele beleggers streven een zo hoog mogelijk rendement na tegen een zo laag mogelijk risico. Risicospreiding helpt om de fluctuaties in het rendement te dempen. Wanneer echter de onderliggende risico's niet worden verkleind of het onderliggende rendement wordt verhoogd zal op macro-niveau het totale rendement, en daarmee

ook het totale risico gelijk blijven. De verwachting dat met het afschuiven en doorverkopen van risico's het totale risico kan afnemen, of het totale rendement kan worden verhoogd, berust op een drogreden. Deze "fallacy of composition" vormt de aanzet tot de verklaring waarom de risicospreiding op de financiële markten eerder als schokversterker dan als schokdemper heeft gefungeerd. Daarbij komt dat risico's door verschillende beleggers nu eenmaal verschillend worden ingeschat. Het gevolg is dat beleggers met de laagste risico-inschatting eigenaar van de risico's worden. Deze vlok van de winnaars vormt een belangrijke bron van de schokversterking. Het nastreven door beleggers van hogere rendementen en/of lagere risico's via financiële innovaties die niets aan de fundamentele risico's en rendementen doen veranderen is een vorm van rent seeking die altijd ten koste van anderen gaat en geen maatschappelijk voordeel oplevert. Uitendelijk keert dit gedrag zich tegen degenen die het vertonen. Hier geldt de oude Nederlandse wijsheid: "hardlopers zijn doodlopers". ■

Literatuur

- Butter, F.A.G. den, F. Laarak, 2007, Standaards als bron van dwaars, Kwartalschrift Economie, 4, nr. 2, blz. 139-165
- Hindloopen, J., 2007, Een verzekeringsparadox, Economisch Statistische Berichten, 92, blz. 526-527.
- International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, Issue September 2007, Washington DC.
- Lucas, A., 2002, Het risicobegrip vanuit het perspectief van de financiële economie en de kansrekening, in B. Wissink and J. Bouma (red.), Perspectieven op Milieu- en WRR Werkdocument W128, blz. 25-46.
- McAfee, R.P., 2004, The real lesson of Enron's implosion: market makers are in the trust business, The Economist's Voice, Vol 1, Issue 2, Article 4.
- Wolff, P. de, 1990, Voorspelbaarheid en chaos in de economie, in H. Tenckes (red.) De Vlinder van Lorenz: de Verassende Dynamica van de Chaos, Arnhem Uitgevers, Bloemendaal, blz. 103-127.

Advertentie